

中国货币政策的理论基础重构与未来实践

于泽

摘要：中国的货币政策在过去起到了积极的作用，但是也存在货币供给不稳定、金融对于实体经济支持不够充分等问题。本报告认为，除了目前探讨的各种原因，当前央行秉持的一些货币政策设计和执行的理论与现实不符，仍然停留在上个世纪 80 年代的货币主义修正版本的凯恩斯主义阶段，这导致了货币政策设计存在一些原则性问题，政策效果不理想。未来我国的货币政策需要在更为复杂的金融环境下进行方向性的大幅度改革，重新设立理论基础和实践框架，而不是进行一些小修小补。具体来说，由于我国货币供给是内生于经济的，根本不是中央银行能够控制的，因此，货币量不能成为一个货币政策的中介目标，数量型调控必须尽快转向利率等价格调控机制。当前的影子银行和金融空转等问题就是在很大程度上是因为坚持僵化的数量型货币政策导致的，这使得央行自己在创造困难，为自身的货币政策设计人为地创造一个更为复杂的局面。在当前的利率市场化改革中，更为关键和急迫的是建立政策利率，而不是简单放开存款利率。同时，未来需要以人民银行牵头建设金融大部制，从而能够在利率市场化和人民币国际化的大环境下更好地实施宏观审慎监管，补充价格型货币政策调控机制。在此过程中，进一步加强货币政策透明度，而不要通过人治的形式频频制造钱荒，扰乱市场。

关键词：货币政策 内生货币 政策利率 宏观审慎监管 金融大部制

中国的货币政策在过去三十年对稳定经济，促进增长发挥了积极的作用。但是，在执行过程中还存在着很多问题。首先，在实际执行中，央行对货币总量的控制并不理想。近几年货币总量增长率目标值与实际值的对比可参见表 1。从上表可以看出，1994 年公布货币总量目标以来，控制情况一直不太理想。当然，目前货币政策目标是一个数值目标，要严格达到不太可能。为衡量货币政策达到目标的情况，可利用现有的目标值构造货币政策目标区间。参考 Geiger (2006) 的做法，以目标值上下浮动 1 个百分点构成目标区间，如果原目标为区间，那么保持不动。根据这一标准，M₂ 仅有 6 次达到目标，而且在某些年份，货币增长率与目标值相差甚远。这种状况的结果是，不考虑此次金融危机的影响，1994 年至 2007 年间，M₂ 的周期性部分和实际 GDP 周期部分高度正相关，利用 HP 滤波方法计算周期部分后，其相关系数为 0.60，利用 BP 滤波计算周期部分后，其相关系数达到 0.82，呈现明显的顺周期特征。

表 1 近几年我国货币总量目标的完成情况

单位：%

年份	M1 增长率		M2 增长率	
	目标值	实际值	目标值	实际值
1994	21	26.2	24	34.5
1995	21-23	16.8	23-25	29.5
1996	18	18.9	25	25.3
1997	18	16.5	23	17.3

1998	17	11.9	16-18	15.3
1999	14	17.7	14-15	14.7
2000	15-17	16	14-15	12.3
2001	13-14	12.7	15-16	14.4
2002	13	16.8	13	16.8
2003	16	18.7	16	19.6
2004	17	13.6	17	14.6
2005	15	11.8	15	17.6
2006	14	17.5	16	16.9
2007	—	21	16	16.7
2008	—	9.06	16	17.82
2009	—	32.35	17	27.68
2010	—	21.19	17	19.72
2011	—	7.9	16	13.60
2012	—	6.5	14	13.8
2013	—	9.3	13	13.60

资料来源：Geiger（2006），历年《中国货币政策执行报告》。

其次，在货币供给量不稳定的情况下，金融对于实体经济的支持作用发挥的还不够充分。在M2的各组成部分中，企业存款的比重一直保持了持续上升的态势，特别是2010年之后出现了一个大幅跳跃。在2013年，这一情况更为明显。截止2013年12月，企业存款余额较同年1月份增长了13.3%，而同期的居民存款增速为11.4%。在企业存款大幅攀升的情况下，企业定期存款增速尤其迅猛，12月份比1月份增长了14.9%。定期存款的增加意味着货币在企业内部大量沉积，而没有发挥购买原材料、促进流通的作用。这就导致金融对于实体经济的支持不足，出现了较为严重的金融空转。

针对这些问题，我们可以责备商业银行没有发挥好自己的职能，对实体经济支持不够，也可以认为是企业的预算软约束导致其对金融价格信号反应不灵，即因为一些体制问题货币政策传导渠道不通畅。我们当然也可以责备财政政策在货币政策执行过程中出现了干扰，导致货币政策与财政政策的协调不足，削弱了货币政策的效果。除了上述这些可能的原因以外，本报告通过梳理中国货币政策实践发现，中央银行自身货币政策设计也存在一些原则性问题，导致了货币在政策在执行过程中出现了结果不理想，似是而非的情况。因此，在未来我国的货币政策在更为复杂的金融环境下需要重新设立理论基础和实践框架。

一、中国的货币政策实践与背后的理论共识

（一）、改革开放以来货币政策实践

货币政策调控框架是指为完成一国货币政策调控目标而实行的一系列货币政策框架制度安排，主要包括货币政策最终目标、中介目标、操作目标和货币政策工具等。

1984年银行体制改革以后，中国人民银行开始专门行使中央银行职能。此后，我国的货币政策调控目标和调控方式发生了几次较大的转变。以1998年为界，1998年初我国取消

了贷款规模限额控制和扩大公开市场操作业务,货币政策经历了从直接调控向间接调控转变的过程。之后,货币政策中介目标、调控手段都逐步有所完善。从中介目标的角度来看,我国的货币政策经历了从关注贷款规模到货币总量再到二者兼顾的过程。其中,1998年的十年以后,为了控制通货膨胀,贷款规模指导又一次站上了政策舞台。此外,随着表外贷款规模的逐步扩大,中央银行于2012年开始统计社会融资规模,以便将信托贷款、委托贷款等表外银行贷款业务纳入监管视野。总体而言,无论是贷款规模、货币总量还是社会融资规模,央行在中介目标上基本关注的都是数量目标。从调控工具来看,存款准备金、中央银行再贷款等都是数量型工具,公开市场业务也更多指向了数量型中介目标。

价格调控方面,1996年以来我国一直在稳步推进利率市场化改革,并按照先批发、后零售,先长期、后短期的顺序,逐步放开相关利率。1996年以来,中央银行先后放开了银行间同业拆借市场、质押式回购市场的交易利率,同时实现了国债、政策性金融债的市场化发行,我国银行间市场批发性质的资金成本基本实现了市场化定价。此后,央行又于2004年对存贷款利率的管理体制进行了改革,实现了存款管上限、贷款管下限的阶段性目标。2007年,主导推出了上海银行间同业拆借Shibor,并将其作为货币市场基准利率加以培育。2012年期间,分别将贷款利率的下浮区间逐步从贷款基准利率的0.9倍扩大至0.7倍,将存款利率的上浮区间从存款基准利率扩大至1.1倍。此后,最终于2013年全面取消了贷款利率管制。目前,虽然央行仍然公布贷款基准利率,但商业银行的贷款利率已经实现了市场化自主定价。总体看来,我国采用的是管住零售端的存贷款利率、放开批发性质的银行间市场利率,通过直接调整存贷款利率来影响整个社会的投融资成本。放开贷款利率管制后,目前可用的价格型工具仅余存款基准利率一种。我国的货币政策调控框架演进过程可参见表1,利率市场化的历史进程图可参见图1。

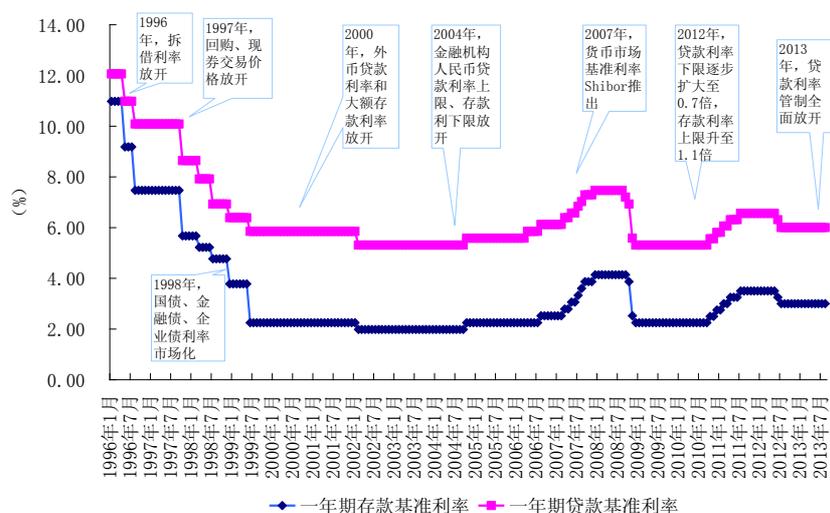
表1 我国货币政策策略演进

		改革开放前 30 年 (1948-1978)	改革开放后 20 年 (1979-1997)	间接调控初期 (1998-2000)	间接调控深化期 (2001-2007)	间接调控混合期 (2007-)
政策工具	主要工具	信贷现金计划	信贷现金计划 中央银行贷款	中央银行贷款 利率政策 公开市场操作	公开市场操作 存款准备金 利率政策	公开市场操作 存款准备金 利率政策 窗口指导
	辅助工具	信贷政策 利率政策 行政手段	利率政策 信贷政策 再贴现 公开市场操作 特种存款	存款准备金 再贴现 指导性信贷计划 信贷政策 窗口指导	中央银行贷款 再贴现 信贷政策 窗口指导	中央银行再贷款 再贴现 信贷政策
操作目标			贷款规模到基础货币	基础货币 (监测流动性)	基础货币 短期利率	基础货币 短期利率
中介目标		四大平衡	贷款规模到货	货币供应量 (监	货币供应量	贷款规模

		币供应量	测利率、汇率)	长期利率	货币供应量 社会融资总 量
最终目标	发展经济 稳定物价	从发展经济、稳定物价到稳定货币、并以此促进经济增长	稳定货币、并以此促进经济发展	稳定货币、并以此促进经济发展	稳定货币、并以此促进经济发展

资料来源：根据《中国货币政策传导机制研究》（戴根有主编，2005）和央行网站资料整理

图1 利率市场化历史进程图



资料来源：根据人民银行资料整理。

（二）、我国现行货币政策调控框架及其主要特点

目前，我国实施的是多目标制的货币政策调控模式，最终目标主要是稳定币值，并以此促进经济增长，充分就业和国际收支平衡也是关注的目标之一。从中介目标来看，我国目前主要盯住货币供应量、新增人民币贷款和社会融资总量等数量型目标，操作目标则主要为基础货币投放和短期利率管制。

从货币政策调控工具来看，我国的货币政策调控工具主要可分为数量型工具和价格型工具，其中价格型工具主要是存贷款利率管制，其作用场所在于面向居民、企业的零售资金市场。数量型工具主要包括准备金率调整、中央银行再贷款等，其直接作用场所在于银行间市场。此外，公开市场操作也是我国货币政策调节的重要工具之一。虽然公开市场操作本质上既可以作为数量型工具，也可以作为价格型工具，但是由于我国的操作目标是盯住流动性、兼顾价格，因此可以将其归类于数量型工具，其作用领域也在于银行间市场。

我国货币政策现行调控框架有两个基本特点：

第一是利率双轨制。即中央银行对于存贷款利率的管制和银行间市场利率市场化定价并存。长期以来，我国一直施行的是对存贷款利率进行直接调整的利率调控模式。同时，由于利率市场化改革逐步推动，银行间市场包括货币市场、债券市场、票据市场以及网下同业市场等金融同业间的市场利率则基本全部为市场化定价。

第二是贷款规模指导。我国的货币政策经历了从关注贷款规模到货币总量再到二者兼顾的过程。1998年，我国取消了贷款规模管制。2007年之后，为控制通货膨胀，贷款规模指导又重新站到了政策舞台之上。目前，主要通过窗口指导，以及与银行资产产量状况、资本充足率挂钩的差别准备金率调整，对银行的放贷行为进行监督指导。

在一般意义上，货币政策调控路径主要为中央银行通过政策工具调整银行间市场基准利率，之后银行间市场基准利率通过利率期限结构传递到零售端的存贷款利率。但是，我国的货币政策执行模式与一般框架有着明显不同。数量型的货币政策工具指向银行间市场，同时，零售端的存贷款利率因为管制，也逆向指向了银行间市场。在这样的双重挤压下，银行间市场的各种融资手段就无法体现交易者真实的交易动机，进而也就很难反映真实的价格信号。

（三）、中国货币政策实践背后的理论共识

从上述的实践来看，我国货币政策背后的理论是上个世纪80年代的货币主义修正版本的凯恩斯主义。这里面需要澄清的一个概念是，一些观点认为货币主义是对凯恩斯的反革命，因此，货币主义修正版本的凯恩斯主义就成为了一个矛盾的概念。实际上，凯恩斯主义在诞生的早期主要关注了财政政策对总需求的控制，认为货币的影响很小，可以忽略。在货币主义诞生后，经过激烈斗争，凯恩斯主义接受了其观点，认为货币是一个非常重要的影响总需求的因素。因此，弗里德曼才认为宏观经济学没有原理上的分歧，仅仅是实证方面数量上的分歧。当然，货币主义除了认为货币很重要以外，还有一些其他的方面，这些方面有些是与凯恩斯主义不太兼容的，并开启了后来的新古典革命。所以，对于货币主义的评价需要一分为二，它既补充了凯恩斯主义，也埋下了挑战凯恩斯主义的种子¹。因此，货币主义修正版本的凯恩斯主义是一个可以成立的理论概括，其主体是凯恩斯主义，同时又吸收了货币主义关于货币量的理论，具体内容可以分为以下两个方面：

首先，政府需要积极介入宏观经济管理。我国货币政策不断的实施和修正表明我们认为总需求管理很重要，是能够用于经济波动管理的有效工具。这是凯恩斯主义的基本观点，即市场存在失灵，需要政府利用宏观政策介入。与之相对的新古典主义认为市场自身具有很强的调节能力，可以很快地自我修复，因此，宏观政策无效。

其次，货币量是政府影响总需求的一个重要工具。货币主义坚持认为货币量是政府控制的外生变量，中央银行可以通过货币政策工具控制基础货币或者说高能货币，基础货币与货币乘数双重决定了整个社会的货币供给量。通过货币供给量的变化就可以影响社会的利率，利率的改变就会导致投资、消费等总需求因素发生变化，从而影响经济。在这个理论的基础上，维持固定货币增长率的弗里德曼规则就是一个最优的选择。由于我国当前还设定货币增长目标，关键的是并将这作为中央银行的考核指标之一²，可以说，我国当前的货币政策是目前极为罕见的还坚持了货币主义遗毒的政策。

货币主义修正版本的凯恩斯主义强调了中央银行可以控制货币供给量，所以对于经济体

¹随着经济理论的发展，这些对凯恩斯主义的挑战也逐渐纳入了凯恩斯主义的框架，例如理性预期和一般均衡等。但是，我国当前的货币政策并不符合融合了新古典的新凯恩斯主义，或者称之为新新古典综合，而是停留在上个世纪80年代的货币主义修正版本的凯恩斯主义。

²一些央行，例如欧央行，也关注货币增长率，但不是约束性指标，仅仅是一个信息变量，同时还不是十分重要的信息变量。

来说，货币是一个外生的政府控制变量。由于这与我国的实际货币供给过程矛盾，必然导致按照这样虚幻的理论设计的政策效果不佳，甚至会有反向影响。下面本报告通过分析中国实际的货币供给过程，说明我国当前的货币政策传导机制，在此基础上提出未来的货币政策改革方向。

二、中国货币性质与货币政策传导渠道反思

（一）、货币供给内生性

上面描述当前央行相信的货币主义理论中假设的外生货币供给过程从其逻辑本身来看是没有任何问题的。但是问题恰恰在于这仅仅是一个纯逻辑的推理。这个推理本身与货币的历史发展和当代中央银行供给货币的行为是矛盾的，因此，才会产生依据这个理论导致的货币政策实施是效果不佳的。

首先，外生货币理论中货币的性质与货币发展历史是矛盾的。分析货币最为关键的问题是定义货币。这一点非常困难。现代经济学理论仍无法达成统一的观点。定义货币的思路是从其执行的功能入手，凡是能够执行同一功能的资产都被称为货币。一般来说，货币的职能包括支付功能、交易媒介、财富储藏和计价单位。不同的理论从不同的基础功能入手定义货币。新古典理论假定货币的出现是为了解决物物交换中出现“需求双重巧合”的困难，因此其基本职能是交易媒介，其他职能都是从这个基本职能中派生的。在这个假设下，货币是一个对于经济不产生实际影响的外生变量，即货币面纱论。宏观经济学中的新古典综合（IS-LM 模型）学派则采用了另一种分析思路，认为货币的基本职能是财富储藏。这两种观点在本质上都是上一节的外生货币理论。之所以这么说，是因为在这两个理论中，货币与实体经济至少在长期中是可以分离的，即古典二分法成立(Wray, 1990)。例如，我们在分析投资增加的时候可以与货币供给分析相分离。在货币供给不变的情况下，投资支出上升会导致货币需求上升，从而提高利率。另一方面，如果货币供给增加，那么超额货币供给就会降低利率。货币和实体经济的分离就意味着货币是一个外生于经济的变量。正如上一节假设，这个变量由中央银行控制。

但从历史上看，上述两种货币职能的分析都与实际情况不太吻合。从各种可得的历史证据来看，货币最本质的职能是支付手段，是为了清算债务而出现的工具(Graziani, 2003)。按照马克思·韦伯的说法：

“当今社会，货币具有既作为有规定的支付手段又作为一般交换媒介这两种特殊职能。从历史过程上看，规定支付手段的职能比一般的交换媒介的职能出现得更早一些。在这个阶段上，货币还没有进入交换的事实是：许多物品从一个经济单位到另一个经济单位发生的价值转移，必须要有支付手段但并不需要交换。从史料上看，酋长之间的部落聘金、妆奁、赠与、损害赔偿和罚款、杀人赔偿金等等，这些都必须以某种标准媒介物来进行支付。第二个阶段交换媒介的出现，是因为出现了新的情况：以前只有属民对酋长的支付，现在出现了酋长对属民的支付。这种支付还包括领主以赠与的方式付给臣仆的工资和将军对士兵类似薪饷的支付。”¹

同样根据历史资料，凯恩斯也不同意上述两种分析货币职能的思路。他认为：

¹ 参见马克思·韦伯，《经济史纲》，人民日报出版社，2007年。

“计算货币是表示债务、物价与一般购买力的货币，这种货币是货币理论中的原始概念。……货币本身是交割后可清付债务契约和价目契约的东西，而且也是储存一般购买力的形式。它的性质是从它与计算货币的关系中得来的，因为债务和价目首先必须用计算货币表示。仅仅在现货交易中用作方便的交易媒介的东西可能接近于货币，因为这种东西可能代表储存一般购买力的手段。但如果全部情况就是这样的话，我们便没有超出实物交换的阶段。正式货币就其充分的意义来说，只能相应于计算货币而存在”。¹

总的来说，外生货币理论中货币执行的两种职能都是对物物交换经济进行类比得出的。但是，现代市场经济并不是从物物交换中成长起来的(Heinsohn and Steiger, 1989)，货币不是伴随着物物交换发展到市场经济就诞生了。因此，这两种货币职能与货币的起源并不符合。

其次，外生货币理论认为中央银行控制高能货币供给从而影响货币的观点也不正确。中央银行在控制高能货币方面具有不对称性。中央银行可以任意扩大高能货币的供给，但是，并不能随意减少高能货币的供给。中央银行总是适应商业银行的需求供给高能货币。Moore (1988)发现美国中央银行对于准备金的供给是适应性。美联储在发现了这个问题之后，基本上就放弃了准备金调整这个政策工具。于泽(2008)中提到，我国近年来历次法定准备金率上调后，央行并不会伴随准备金调整而收紧流动性，大多数情况是注入流动性，商业银行可以从中央银行手中获得本旬需要缴纳的法定准备金。因此，我国央行实际上在提高法定准备金率的同时，通过公开市场业务注入流动性，综合看来不会对商业银行的资产组合产生影响。在2013年6月，我国上演了银行间市场利率飙升的“钱荒”。在这一事件中，人民银行先是表态不注入资金，最后迫于金融市场稳定的压力大量注入资金。这一过程充分说明了中央银行没有控制高能货币的主动性，只能适应性地供给。

中央银行为什么一定会适应性地供给高能货币呢？这是因为中央银行必须保证金融市场稳定运行。当商业银行贷款规模扩大，导致存款扩大，从而银行系统产生准备金不足的时候，如果中央银行拒绝借给商业银行准备金，那么银行间的利率就会大幅上升。但是，这种上升是没有效率的，因为所有的银行都没有准备金，利率上升也不会改变这种局面。而利率上升会导致金融市场动荡。中央银行为了稳定金融系统，就只能供给高能货币。这实际上体现了经济学中“天下没有免费的午餐”这个道理。经济自身本可以在没有中央银行的情况下自我供给货币，如果国家要通过中央银行干预这个过程获得铸币税，就需要承担金融稳定的职责。

综合上述两个缺陷，外生货币供给理论虽然是一个没有逻辑问题的理论，但是其与实际情况不吻合，因此，我们需要找到一个符合中国现实的货币供给理论。代替外生货币供给理论的是内生货币供给理论。

在内生货币理论看来，货币供给量是一个经济自身运行过程中自我产生的内生变量，中央银行是被动地向社会投放基础货币。具体来说，企业对商业银行的贷款需求导致了贷款和存款的出现，商业银行无中生有创造了货币，中央银行在这个过程中是“适应性的”地提供

¹参见凯恩斯，《货币论》，商务印书馆，1996年。之所以引用《货币论》而不是更为著名的《通论》，是因为后者对于货币的分析更为粗略，是一个笼统的货币分析。在《通论》中分析货币性质的时候，凯恩斯明确指出这点。

高能货币。内生货币理论的关键是对于银行业务的理解。外生货币理论将银行业务理解为吸收存款发放贷款。因此，只有获得了中央银行提供的高能货币才能有资金发放贷款。这就导致了中央银行注入准备金，商业银行通过发放贷款产生了货币乘数的效应。但是在现实中，商业银行根本不需要存款就可以发放贷款。这是因为商业银行的存款是经济当事人在日常交易和支付中广为接受的媒介，所以，在复式记账条件下，商业银行发放贷款就是给贷款方开设一个存款账户。我们可以将这个会计分录表示如下：

借：贷款——短期贷款（或者中长期贷款）

贷：吸收存款——单位活期存款

因此，复式记账使得银行在没有存款的情况下就可以发放贷款。

为了使得这个逻辑更加清晰，我们可以考虑一个假想的故事。例如张三想购买一台 30 万元的宝马。但是，他没有资金，希望从银行贷款。如果工商银行认为张三是一个可靠的借款人，那么就会愿意向张三提供 30 万元的消费贷款购买宝马。这个时候工商银行并不需要有 30 万元的存款，只需要在工行给张三开两个账户，一个是贷款账户，一个是存款账户。这个过程的会计分录：

借：贷款——短期贷款 30 万元——张三贷款户

贷：吸收存款——单位活期存款 30 万元——张三存款户

这样张三就有了 30 万元。因为存款是大家广为接受的交易媒介，所以，张三可以用这笔存款交易。如果宝马汽车销售公司的账户也在工商银行，那么只需要行内转账。如果宝马汽车销售公司的账户不在工商银行，那么只需要跨行转账也就完成了这笔交易。

因此，**只要借款者值得信赖**，那么只需要动一下笔、或者敲一下键盘，商业银行就从“无”中创造出来贷款。这个过程唯一的限制是向“可信的”借款者发放的贷款数量。这依赖于借款者的借款意愿和银行给予其客户信贷额度的意愿 (Rochon, 1999, Ch8)。后者可能被银行流动性状况所影响。商业银行牌照的魅力不在于可以吸收存款，从而扩大资金来源，而在于可以自我创造存款，从而拥有了更大的自主权。

凯恩斯很早就认识到了商业银行业务的这种特性，他说：

“只要各银行齐步前进，发行银行钞票的安全量显然没有限制。加重点的几个字说明了这种体系的活动的要领。……每一个银行经理都可以坐在客厅里，把自己看成个人力量无法控制的外界力量的被动工具；但这个“外界力量”就是他自己和邻行经理，而绝不是存款者。”¹

银行和客户之间最简单的安排是建立信贷额度或者透支，凯恩斯将之定义为“一种和银行的协议安排，建立一个负债账户，其中金额不超过协议金额，利息支付基于平均负债金额，而非最大的协议负债金额。当建立信贷额度后，给借款者的额外贷款立刻在银行的负债部分出现一个对应的账户，并创造出等额的存款。随着借款者利用这些新的信贷货币给一些服务进行支付，这些新创造的存款开始换手”。²

和凯恩斯的解释一致，在现代世界中，为了支出，并不必要持有货币存款。“一个银行的客户可以在自己存款的基础上开支票，这会减少她在银行的信用，也可以在透支的基础上

¹参见凯恩斯，《货币论》，商务印书馆，1996年。

²参见凯恩斯，《货币论》，商务印书馆，1996年。

开支票，会增加她对于银行的债务”。¹类似地，支票的接受者可以利用这些资金增加他们银行的信用余额，也就是他们的存款，也可以利用这些资金减少他们的债务余额，即信用额度的使用比率。

这就是使用信用卡时发生的故事。当消费者利用信用卡购买商品的时候，他们可能没有银行存款，因此，随着交易的发生，他们的信用额度使用比率上升。同样地，商品出售方拿到了资金后，其对银行的债务将会响应减少，如表 2 所示。在这些环境中，所有交易者持有的存款总量并没有改变。

表 2 通过债务方支付

银行	
资产	负债
购买者负债+100	
销售者负债-100	

希望支出的参与人可以有两种方式做到这点。他们或者消耗货币余额（银行存款），或者在保持货币余额不变的同时，增加他们在银行的负债。正如凯恩斯指出的，购买商品和服务的潜力，或者他称的现金额度(cash facilities)，由两部分构成，货币存款和没使用的透支额度，即还没有被使用的信贷额度的比率。“正确地说来，未使用的透支额度(used overdraft facilities)——因为代表了银行负债——应该…出现在账户的两边”²。如果我们跟踪这些未使用的透支额度，那么银行帐户看起来如表 3。

表 3 信用额度

银行	
资产	负债
贷款（使用的透支额度）	存款
未使用的透支额度（潜在贷款）	未使用的透支额度（潜在存款）

虽然未使用的透支额度仍然被当作表外贷款承诺，但是一些国家，比如美国，已经开始统计这些数据(Moore, 1988)。未使用的信贷额度大约占了狭义定义的货币存量的一半，是使用的透支额度的两倍。那么很显然，拥有信贷额度的人就有了信贷货币的内生源泉。实际上，国际清算银行(BIS)认为，在评估资本充足率的时候，应该将正式的便利性融资(formal standby facilities)和银行的信贷额度考虑进来(BIS, 1988)。

因此，在现实中，由于银行业务的特殊性，货币的供给过程是先有贷款需求，这就导致了存款的出现，也就是贷款产生了货币，在中央银行的适应性供给之下，产生了高能货币。传统的货币主义假设的外生货币理论是先有存款，再有贷款。这两了理论关键的区别是前者认为货币产生了高能货币，而货币主义认为中央银行控制的高能货币影响了货币量。为了表明货币内生理论是中国的实际情况。下面对这个理论进行相应的实证检验。

针对上述的实证检验一般采用格兰杰因果类型检验，即检验到底货币是高能货币的原因还是高能货币是货币的原因。格兰杰因果检验分为样本内检验和样本外检验。一般在格兰杰因果检验中都采用全部样本进行回归，然后分析系数的显著性。实际上，在格兰杰因果检验

¹参见凯恩斯，《货币论》，商务印书馆，1996年。

²参见凯恩斯，《货币论》，商务印书馆，1996年。

中，样本外检验 (out-of-sample testing) 是最为自然的。格兰杰因果考察的是一个变量是否对另外一个变量的预测有帮助。样本外检验正是将某个时点的数据当做未知的，利用已知的数据构建回归模型预测这个未知的数据。令 x_t 和 y_t 是弱平稳序列，为了考察变量 x 是否对于变量 y 有预测力，构建模型：

$$y_t = v_1 + \alpha_1 y_{t-1} + \dots + \alpha_p y_{t-p} + \beta_1 x_{t-1} + \dots + \beta_p x_{t-p} \quad (1)$$

如果假设变量 x 不是变量 y 的格兰杰原因，格兰杰因果意味着联合检验：

$$\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_p = 0$$

在原假设条件下，模型 (1) 变为：

$$y_t = v_1 + \alpha_1 y_{t-1} + \dots + \alpha_p y_{t-p} \quad (2)$$

我们将 (1) 称为全模型，模型 (2) 称为受限模型。样本外检验包括如下三步。第一步，将 y_t 的 T 个观察值分为两部分，一部分包含 1 到 R ，另一部分包含之后的 P 个观测值。

因此，我们有 $R + P = T$ 。前面 R 个观测值永远都用于参数估计，后面 P 个观测值利用递归方法进行一步预测。第二步，利用递归方法进行一步预测。具体来说，利用 1 到 R 个观测值，采用最小二乘方法，分别估计 (1) 和 (2)。在此基础上，获得预测值 $\hat{y}_{f,R+1}$ (利用

(1) 进行预测) 和 $\hat{y}_{r,R+1}$ (利用 (2) 进行预测)。然后，用 1 到 $R+1$ 个观测值，采用最小二乘方法，分别估计 (1) 和 (2)。在此基础上，获得预测值 $\hat{y}_{f,R+2}$ 和 $\hat{y}_{r,R+2}$ 。依次类推，

直到获得从 $R+1$ 到 T 的一步预测 $\hat{y}_{f,t}$ 和 $\hat{y}_{r,t}$ 。对应的一步预测误差分别为 $u_{f,t} = y_t - \hat{y}_{f,t}$ 和 $u_{r,t} = y_t - \hat{y}_{r,t}$ 。第三步，比较 $u_{f,t}$ 和 $u_{r,t}$ ，判断模型 (1) 和 (2) 的预测表现。比较 $u_{f,t}$ 和 $u_{r,t}$ 的指标可以考虑从如下三种：

首先，考虑 $u_{r,t}$ 和 $u_{r,t} - u_{f,t}$ 之间的协方差，为此，我们定义 $c_t = u_{r,t}(u_{r,t} - u_{f,t})$ ， $\bar{c} = \sum_t c_t$ 。利用如下的 t 统计量 (Diebold and Mariano (1995), Harvey et al. (1998)) 进行单边检验：

$$t = (P-1)^{1/2} \frac{\bar{c}}{\sqrt{P^{-1} \sum_t (c_t - \bar{c})^2}}$$

其次，进行如下回归：

$$u_{r,t} = \beta(u_{r,t} - u_{f,t}) + e_t$$

然后检验原假设 $\beta = 0$ 所对应的单侧 t 统计量。

$$reg = (P-1)^{1/2} \frac{P^{-1} \sum_t u_{r,t} (u_{r,t} - u_{f,t})}{\sqrt{P^{-1} \sum_t (u_{r,t} - u_{f,t})^2 (P^{-1} \sum_t u_{r,t}^2) - \bar{c}^2}}$$

最后，为了弥补前面两种检验的小样本偏差，Clark and McCracken (2001)提出了一个改进统计量：

$$new = P \frac{P^{-1} \sum_t (u_{r,t}^2 - u_{r,t} u_{f,t})}{P^{-1} \sum_t u_{f,t}^2}$$

这三个统计量并不服从标准的 t 分布，Clark and McCracken (2001)给出了相应的临界值。

为了检验货币与高能货币的因果关系，我们选择了中国人民银行公布的存款性金融公司概览中的存款性金融公司对非金融部门债权加上外汇占款、M2 存量、高能货币数量和信托贷款。在实证分析中采用这些变量的对数值，分别用 $\log lending$, $\log m2$, $\log hm$ 和 $\log trust$ 表示。数据为 2002 年 1 月到 2013 年 5 月的月度数据。所有数据来自中国人民银行网站。之所以选择从 2002 年开始，是因为自 2002 年起，中国人民银行按照国际货币基金组织《货币与金融统计手册》对货币金融统计制度进行了修订。这导致 2002 年一季度及以后各期数据与历史数据不完全可比。

利用向量自回归判断格兰杰因果，需要变量是平稳的。单位根检验发现 $\log hm$, $\log m2$ 和 $\log lending$ 这三个序列是一阶单整 $I(1)$ 序列，而 $\log trust$ 是平稳的 $I(0)$ 序列。

我们对高能货币与货币的关系，贷款与货币的关系进行样本外格兰杰因果检验。检验结果如表 4。

表 4 样本外格兰杰因果检验

检验命题	检验统计量			95%临界值			90%临界值		
	t	reg	new	t	reg	new	t	reg	new
货币不是高能货币的原因	4.061	3.994	24.841	1.331	1.331	1.584	0.955	0.955	0.984
高能货币不是货币的原因	0.257	0.228	0.288	1.331	1.331	1.584	0.955	0.955	0.984
贷款不是货币的原因	0.447	0.461	0.835	1.331	1.331	1.584	0.955	0.955	0.984
货币不是贷款的原因	0.506	0.618	1.779	1.331	1.331	1.584	0.955	0.955	0.984

从中可以看出，我们拒绝了货币不是高能货币的原因，因此，我们的逻辑是先有货币，后有高能货币，这正好是内生货币理论中最有特色的观点。也就是说，中国货币供给的逻辑是贷款产生存款，存款产生了高能货币，而不是传统的外生货币理论假设的中央银行注入高能货币，高能货币产生了存款。

（二）、货币供给内生性下货币政策传导机制

由于货币是内生于经济的，所以为了分析货币政策如何影响经济，就需要对经济体系有一个完整的描述，来了解在这个过程中货币是如何产生的。在此基础上，才可以进一步讨论货币政策如何影响这个循环过程。一般来说，可以将一个时期内货币循环分为四个阶段：

（1）在货币循环开始的时候，厂商需要决定产出的货币价值。这意味着厂商需要决定生产的数量，同时也需要决定产品价格。

类似于新古典理论，也可以假设厂商在生产的时候具有生产函数。在给定生产函数后，企业从上一期继承了资本，在决定产量的同时就需要决定是不是要投资。企业在决定产量的时候本质上决定了两个变量，一个是资本使用率，即现有的资本是开发马力生产还是使得一部分空余，从而降低产量，另一个变量就是下一期的资本量是多少。决定资本使用率的因素是有效需求，而有效需求取决于对未来收入的预期。而投资量主要取决于对于长期中收入的预期。因此，生产量和投资量的决定来自于企业对于近期收入和远期收入对比的预期。我们假设利率和工资都是外生变量。因此，起到了决定性作用的实质上就是凯恩斯认为的不确定性，企业需要针对不确定性产生自己的预期，然后根据预期进行生产和投资决策。

在生产和投资决策的同时，企业也需要对于产品进行定价。在内生货币理论中，我们直接假设企业的定价策略是加成定价，而不去推导。这点有两层含义。首先，我们直接如此假设是因为在内生货币理论中，经济当事人不是去进行最优化，而是按照规则行事，因此，是在有限理性的假设下按照使得自己满意的规则行事。其次，如果是按照加成定价规则，由于前面假设企业知道自己的生产成本，那么问题就是加成率如何决定。在货币的生产理论中，最终实现的加成率取决于投资，而加成率的下限是由银行给企业设定的外部约束决定的。因为企业需要向银行证明自己的盈利能力来获得贷款，所以，银行就给企业的加成率设定了最低的约束，企业需要证明自己能够通过加成率来获得足够的利润，从而在归还银行本金的同时归还利息。

（2）在货币循环的第二阶段，企业向银行寻求融资，这个过程创造了货币和收入。在这个阶段，企业基于第一阶段对于生产和投资的需求向银行寻求贷款。利用前面的分析，银行利用自己的T型账户，无中生有地创造出了贷款和货币。这里面再次需要强调的是，企业的融资不需要依赖于前期家庭和企业的储蓄，也就不需要外生的货币。从投资的角度来看，投资的独立性是内生货币理论的第一推动力，是模型中其他变量运动的原因。投资并不依靠储蓄来进行，而是产生了之后的储蓄。投资在根本原因上是一种债务，货币提供了其进行支付的手段¹。从生产的角度来看，由于生产实际发挥作用是需要花费时间的，这段时间是没有产品的，也就不能提供储蓄，因此，在生产过程中，企业需要花费生产成本，就需要进行相应的融资。当企业需要融资来进行生产和投资的时候，其一般采用的融资工具是在银行授

¹ 这里假设企业投资需要从银行贷款并不是否认其他的融资渠道，企业也从留存资金和证券市场融资。这三个构成了投资的资金来源。

信。

虽然生产和投资都是从银行融资的，但是，这两种融资在还款期上有显著不同。企业需要在当期对流动资金贷款进行偿还，从而产生“回流”，封闭一个循环。但是，企业不需要马上偿还投资贷款，而是可以分成几期来偿还。这意味着，企业将对银行具有长期负债。

当企业从银行获得信贷之后，那么就可以支付工资和原材料费用，这时候工人就获得了收入，从而能够进行下一步的购买行为。

(3) 货币回流和利润的产生。一旦工人获得了工资，货币的回流就开始了。当工人有了货币之后，就可以购买消费品。生产消费品部门的企业就获得了收入。消费品部门企业就可以利用这部分收入购买投资品部门的产品，加上投资品部门内部的交易，投资品企业也就获得了总收入。当企业获得收入之后，就可以用于归还银行贷款，从而减少货币量。如果工人没有储蓄，那么全部货币都会回到企业手中，企业归还贷款，整个循环就完结了。

当然，在这里面有一个问题，即企业是否应该将收回的收入归还贷款？企业还有一种选择是留下这部分收入，然后用于下一阶段的生产，从而企业的生产就能够独立于银行。在这种情况下，企业只有在需要扩大生产的时候才需要银行贷款。但是，这种情况是不现实的，仅仅在理论上可行。因为在现实中，银行会要求企业归还贷款，从而构成了银行的收入。在下一期，企业需要再次依赖银行获得流动资金。当然，在下一次的时候，银行有可能不批准贷款。

家庭不持有储蓄这个假设是不合理的。如果家庭持有了储蓄，那么情况就会发生变化。储蓄有两种形式，一种是在银行中持有存款，另一种是购买新的发行的证券¹。当购买新发行的证券时，企业又获得了资金，可以用来归还银行贷款。因此，在这个意义上，消费和购买新发行的证券都是对于企业的资金回流，效果是相同的。因此，总体层面上金融市场的功能是资金回流，而不是实物投资²。实物投资不能通过居民的资产组合改变，即多购买新发行的证券来完成。

这里面的问题是家庭持有的银行储蓄。由于这部分资金没有回流，企业就没有办法归还银行的贷款。对于这部分贷款，企业就需要多期来归还，我们将会在后面看到，这部分资金就构成了在当前一期的利润。

(4) 银行成为金融中介。在这个阶段，第三阶段的居民手中的存款就表现为为长期贷款提供支持，从而，银行在这个阶段表现为金融中介的职能。正因为到最后银行表现为金融中介，所以出现教科书经常认为的银行是吸收存款发放贷款这个误解。实际上，银行的金融中介仅仅是最后一个阶段的表现，而不是其基本功能。

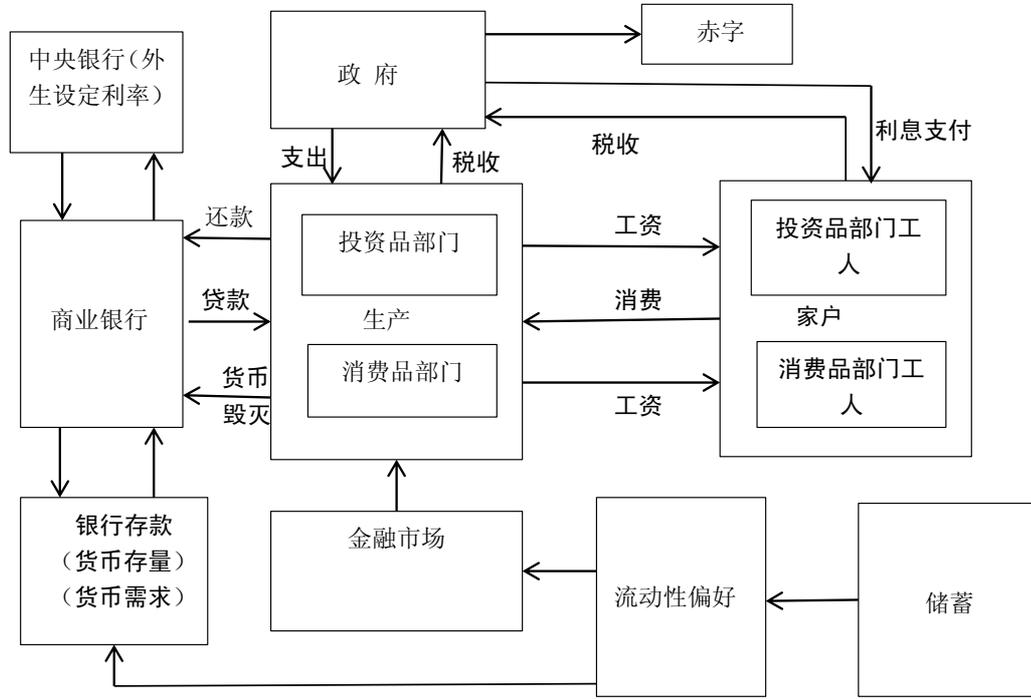
综合上述各步，完整的货币循环过程可以概括为图 2。当然，在现实中，由于每个企业的生产周期不同，现实是多个循环的叠加，而不能在企业 and 商业银行的资产负债表中清晰

¹ 在现实中，人们会在债券二级市场中购买。这在人们看来，也是储蓄。但是，在二级市场上购买证券是一种存量交易，一个人的购买就是另一个人的销售，这个销售者就获得了相应的储蓄。在统计上，这部分资金与存款并无不同之处，所以可以看成银行存款。

² 这点是后凯恩斯主义非常强调的微观分析与宏观分析的区别。当微观个体通过非线性加总形成了整体之后，会形成整体的性质，这就是宏观层面的特征。由于非线性，这些特征不能简单归结为个体特性。例如，单个企业可以通过金融市场为自己的投资进行融资，但是在整体层面上，就表现为了资金回流。在现实中，很多上市企业公司公告发行债券的目的是归还银行存款。

地体现出以上的逻辑。例如，现实中银行的贷款一定是短期和长期并存，而不是表现为最终的长期贷款，存款也就不能表现为完全为长期投资融资。

图 2 内生货币框架下的完整货币循环



在货币流动的最后一个过程，经济的闭合依靠了长期信贷，即为了满足企业投资而出现的长期债务，即银行存款。随着企业投资，之后不同时期的生产能力就会发生变化。因此，通过投资和储蓄，不同时期就联系在一起。这与新古典增长模型一致。

通过上面的描述可以发现，货币内生下货币政策如果要影响经济，最重要的渠道是影响商业银行的信贷，这样就可以控制企业的生产节奏和消费者的收入，从而控制供给和需求。从表面上看，这个观点似乎与目前主流货币经济学中认为信贷最为重要的信贷渠道 (Stiglitz, 2011) 是一致的，但实际上还是有很大差别的。货币内生情况下金融机构的信贷活动是经济的发动机，是一个非常主动的角色，中央银行处于被动的地位，而当前主流理论认为的信贷渠道中金融机构是一个中央银行货币政策的放大器，中央银行是主动的，商业银行是被动的。下面具体来看一下这两个思路的区别。

由于货币政策传导需要以金融市场为中介，所以根据金融市场是否完美为标准，主流货币经济学将货币政策传导机制区分为新古典和非新古典两种。前者假设金融市场是完美的，从而货币政策影响了金融市场价格，导致了总支出变化。后者假设金融市场非完美，从而商业银行就在信息非对称中应运而生，贷款成为了货币政策的重要传导变量，货币政策主要影响的不是资产价格而是贷款的可得性。Boivin, Kiley and Mishkin (2010) 将这两类传导机制进行了具体概述，并讨论了其在货币政策模型中的应用。具体的分类可以参考下表：

渠道	描述	政策模型中应用
新古典渠道		
利率/资本成本/托宾 q	短期政策利率影响消费者和企业的资本使用成本	DSGE模型和大规模计量模型中的标准要素 (例如, MPS)

		或者 FRB/US 模型, Fair, 2004)
财富效应	短期利率的变化影响贴现值和各种资产的托宾 q, 这些资产价值的变化影响了消费	DSGE模型的标准要素, 但是很难与跨期替代效应相区分。大规模计量模型中也是标准要素(例如, MPS 或者 FRB/US 模型, Fair, 2004)。
跨期替代	短期利率影响消费组合	DSGE 模型的标准要素, 但是很难与跨期替代效应相区分。在传统的大规模计量模型中基本不存在。
汇率效应	短期政策利率的变化通过非抵补利率平价或者资产组合效应影响汇率	大规模计量模型中的标准要素。在开放DSGE模型中经常见到(例如, Erceg, Guerrieri, and Gust, 2006)
非新古典渠道		
规制引发的信贷效应	对金融机构的限制(例如存款利率上限、信贷限制等)影响支出	包含在一些大规模计量模型中(例如, MPS 模型)
资产负债表渠道	货币政策的资产价格效应导致企业或者家庭的净财富发生变化, 从而影响家庭和企业的融资溢价, 导致家庭或者企业改变融资数量	在大规模计量模型或者 DSGE 模型中没有显著体现
银行贷款渠道	非对称信息导致了企业贷款与债券的非代替性, 因此货币政策具有了影响企业贷款获得性的能力	在大规模计量模型或者 DSGE 模型中没有显著体现

资料来源: Boivin, Kiley and Mishkin(2010)

在这两类渠道的关系上, Bernake et al. (1995)认为非新古典渠道是新古典渠道的放大器。货币政策会导致金融市场价格波动, 这会通过一系列效应影响家庭和企业的资产负债表质量, 由于金融市场摩擦, 这就使得金融机构不愿意向家庭或者企业提供信贷, 表现为企业和家庭的外部融资成本上升或者是贷款的抵押品要求提高。由于无法获得信贷, 企业和家庭减少支出, 从而抑制了总需求。从 Bernake et al. (1995)这个意义上来说, 金融体系是一个被动型的因素。

除了上述这些传统的货币政策传导渠道之外，此次危机之后更为强调了一个全新的机制，即银行风险渠道。货币政策的银行风险承担渠道最先由 Borio 和 Zhu (2008) 提出。在这次危机中，经济学界发现银行信贷行为是一个最为重要的传导变量，而其影响因素中最为关键的就是银行的风险承担。当中央银行改变政策立场之后，出于寻找高收益等原因，金融机构会通过调整资产负债表改变对于风险的承担，从而影响信贷量的发放。这个渠道可以理解为银行贷款渠道的扩展(Bernanke, 2007)，也就是货币政策影响了商业银行的资产负债表，从而导致了商业银行自身融资成本变化，导致了信贷供给量的变化。从这个角度，银行还是一个被动的机构。

因此，无论是传统的资产负债表渠道还是现代的银行风险承担渠道，在主流理论中，金融机构都是非常被动的，是中央银行货币政策的放大器。但是，从前面对于货币内生情况下经济循环四阶段的描述中可以看到，银行实际上是一个非常主动的机构，是其提供了社会运行需要的流动性，因此，货币内生情况下，银行是主动的，是其信贷提供开始了社会的经济循环，而不用被动等待中央银行提供高能货币。Adrian and Shin(2011)构建一个模型反映了这个逻辑。在 VaR 约束下，会计的盯市原则改变了商业银行的资产负债表，也就改变了其承担的风险，在此情况下，商业银行会主动调整杠杆率，将风险恢复到自身理想的水平。这就导致了商业银行的行为产生了经济周期。如果货币政策希望稳定经济周期，必须被动性地改变商业银行的行为。

(三)、数量型货币政策导致影子银行业务和金融空转

如果我们理解了商业银行的信贷渠道是内生货币条件下经济发生运行的主要机制。那么这些年中国货币政策采用的数量型管制就会产生非常不理想的结果。由于银行信贷是内生于经济的，当对其进行数量管制之后，必然采取其他形式出现，并不会减少其最终的额度。当前我国的主要形式是商业银行大举介入影子银行业务，规避数量管制。

影子银行作为一个信用中介业务体系，即完成了信用中介、期限转换、流动性转换三个功能的业务链条，但是没有受到中央银行的风险支持和流动性支持。这个定义强调了如下几点。首先，影子银行是一个业务链条，而不是某些特定的金融机构。其次，这个链条连接了储蓄者和借款者，从而是金融中介，而不是直接融资。最后，由于其不受到监管机构的风险支持和流动性支持，从而具有了系统性金融风险。概括来说，影子银行就是未受到监管机构的风险支持和流动性支持的金融中介体系。没有受到监管机构的风险支持和流动性支持将影子银行与商业银行区分开来，通过国家隐性担保和中央银行的最终贷款人职能，我国的商业银行受到了监管机构的风险支持和流动性支持。从影子银行的功能出发，可以定义广义和狭义的影子银行。广义的影子银行可以说是仅仅要求业务链具有信用中介功能、期限转换、流动性转换三者之一就可以，而狭义的影子银行要求业务链同时具有信用中介、期限转换、流动性转换三个功能。

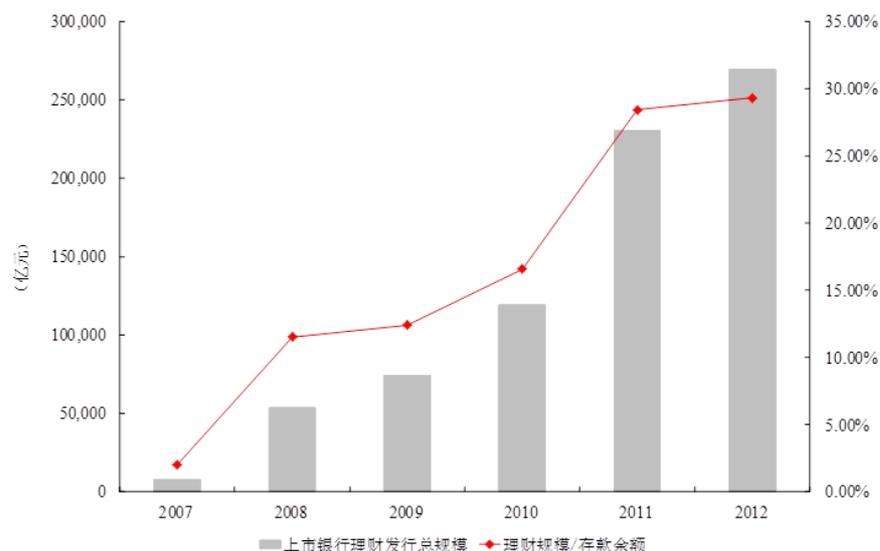
我国影子银行还处在早期，类似于美国 Q 条例执行时期的影子银行雏形，即影子银行是对利率管制和贷款规模管制的规避。

首先，从需求角度，我国影子银行的出现主要是商业银行受到存款利率管制，投资者需要追求具有较高收益率投资产品导致的。当前我国存款利率市场化采取了逐步放开波动区间的方式。当前对存款的规定是上限不能超过存款基准利率的 1.1 倍。但是，由于我国的

存款基准利率是远远低于市场均衡利率的¹，因此，上调浮动区间只会导致一浮到顶，无法满足投资者的需求。

针对客户投资于高收益产品的要求，各银行开发了大量理财产品。相对于传统的存款，其收益率没有上限。因此，在最近些年，理财产品相对于传统的存款项目更受到投资者的青睐。图 3 表明，到 2012 年，上市商业银行发行的理财产品余额已经占到了存款余额的 30%。

图 3 银行理财产品和存款规模



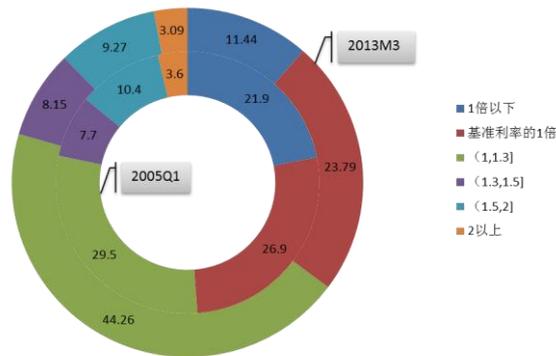
数据来源：各银行历年年报

从这个意义上来说，我国的商业银行理财产品就成为了影子银行在融资端的选择。虽然最近这些年我国货币市场基金也发展迅猛，但是我国影子银行在融资端并不主要体现为国外常见的货币市场基金。这是因为我国的货币市场基金在现有的管理体制下投资范围较窄，无法完全承担为影子银行后继的贷款业务提供资金的功能。

其次，从供给角度，我国影子银行出现主要是来自中央银行的信贷规模管制和银监会的贷存比考核与资本充足率要求。虽然当前我国在贷款方面也有一定的管制表，但是，这种管制已经基本上不产生实际效果。从图 4 中可以看到，我国商业银行的贷款定价自从 2003 年之后一直较为分散，贷款利率下浮的比例并不高，在 2013 年第一季度，仅有 11.4% 的贷款利率下浮。而如果管制是实际发挥作用的，会体现为大量贷款都是利率下浮。从这个角度，我国贷款利率的管制对于商业银行的贷款行为影响并不大。因此，在 2013 年 7 月份放开贷款利率之后并不会对市场产生巨大冲击。

¹ 从政府的角度，只有这种方式存款利率管制才有意义，如果高于了市场利率，那么管制就不会有任何效果。

图 4 贷款定价



数据来源：《货币政策执行报告》

对于当前商业银行贷款行为影响较大的是各种数量型管制，例如信贷规模管制、贷存比考核和资本充足率要求。这意味着，为了规避上述数量型管制，银行需要将正常的贷款转化为不受到管制的品种。从图 5 中不难看出，从 2002 年以来，贷款占社会融资总额的比重日益下降。导致这种占比下降的主要动力是信托贷款的异军突起。图 6 中可以看出，在 2012 年，我国的信托贷款呈现了爆炸性的增长。因此，信托贷款在我国就成为了一个天然的影子银行业务对应的资产。从这个意义上，我国的影子银行体系可以概括为如下的流程：



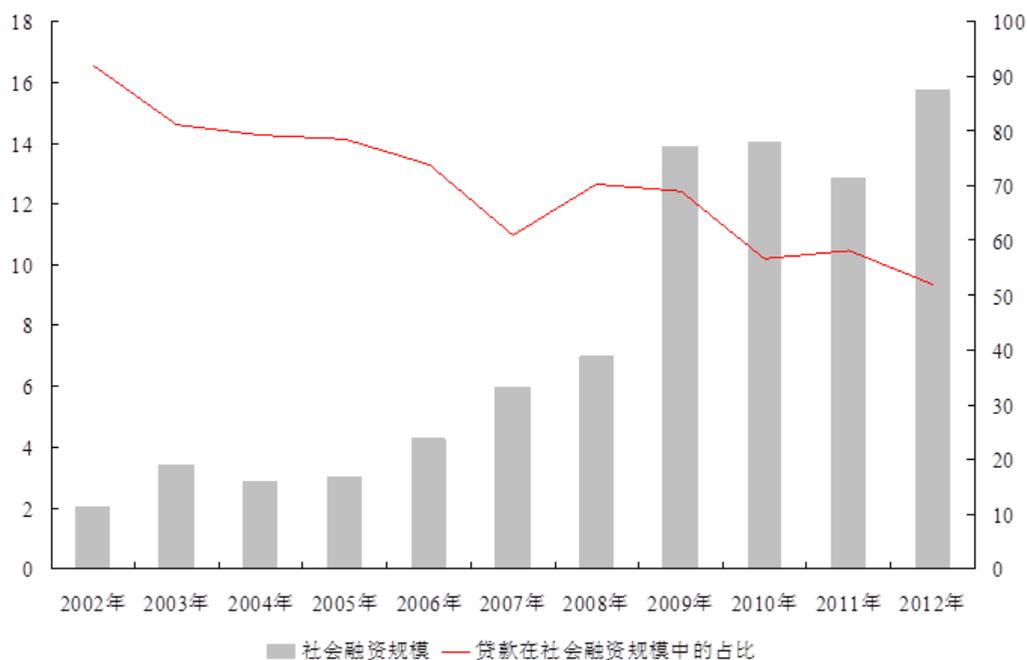
商业银行发行短期理财产品，投资于长期的信托计划，这些信托计划进行信托贷款，这些贷款可以投资于基础设施建设、房地产开发和消费者的日常消费等。由于理财产品的期限与信托贷款的期限不同，这就产生了期限转换。同时，商业银行和信托公司的尽职调查和隐性担保完成了一定意义上的信用风险转移。这一业务链条就成为了我国目前主流的影子银行业务。当然，这个业务链条为了规避监管会发生变化。例如，理财产品可以直接购买券商的资产管理业务，通过券商的资产管理再购买信托计划。

在这个链条过程中，商业银行的操作手法比较复杂。当前，各商业银行大多采用了通过多次转手，将贷款转化为信托受益权转让，从而进入同业项下。这样，就不用计提风险拨备，不受贷存比考核和信贷规模窗口指导，同时，同业项仅有 25% 的风险权重也会大幅降低了风险资本占用。一般来说，多家银行通过签署协议进行担保、信托受益权转移等方式等互签协议，将资金给了信托公司，信托公司购买券商的资产管理计划，之后转移给了最终的企业。同时，最终贷款企业还需要其他企业提供相应的担保。这样，企业就可以绕开信贷规模管理获得贷款，各商业银行通过互倒、贷转存等方式扩大了资产负债规模。

在这样的模式中，作为对于商业银行的回报，每个企业并不能完全得到贷款的使用权。例如，在通过这种模式申请了 50 亿贷款后，一般仅仅能使用 30 亿，剩余部分必须存在银行，帮助银行扩大负债，增加规模。同时，在整个互相倒手的过程中，由于需要引入多个企业作为过桥和担保，就使得资金出现了“雁过拔毛”的现象，每家企业都持有一部分资金，这部分资金成为了对银行的回报，不能完全使用，导致企业持有的现金和理财产品的持有数量上升。因此，可以发现，2010 年之后的数量管制导致的影子银行业务使得所有企业持有现金水平出现了相比于没有类似业务之前的一次性上升，通过委托存款和信托存款的方式，这

些钱主要进入了表外理财。

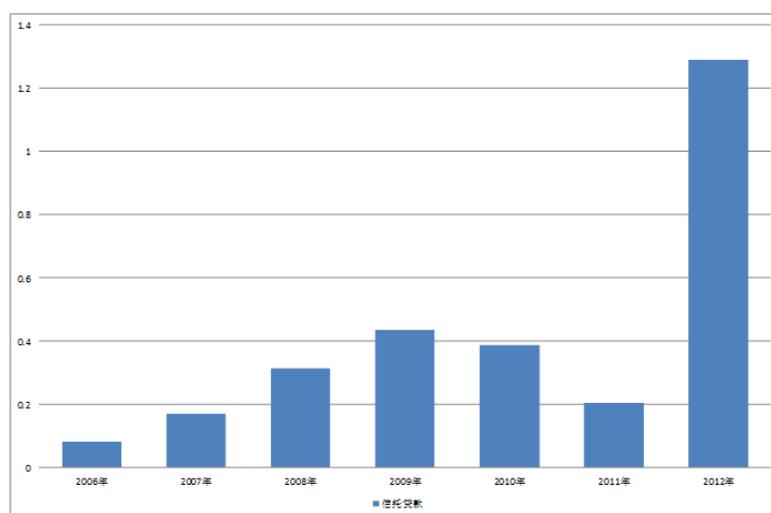
图 5 社会融资总量



数据来源：Wind 咨询

图 6 信托贷款数量

单位（万亿）



数据来源：Wind 咨询

在上述的贷款规模管制导致的影子银行业务模式下，商业银行为了充分使用贷款规模，节约风险资本，就会希望降低表内贷款的风险。商业银行为了追求利润最大化，一般来说会同时选择贷款量和贷款利率两个变量。商业银行在贷款方面获得的利润就等于贷款量乘以净息差。由于存在贷款规模管制，贷款量就不能选择。在这样的环境下，商业银行为了提高利润，就只能降低贷款的风险，从而可以节约出来风险资本，用于其他的资产项，进而提高利润水平。商业银行会将风险的贷款资产转移到表外，利用影子银行业务完成，而留在表内的贷款资产风险较低。为了降低贷款风险，商业银行就会强化企业的抵押品要求。抵押品一

一般来说比较难以直接衡量，实际上可以采用企业规模作为代理变量。因此，我们得到：**贷款规模管制导致了商业银行降低表内贷款风险，从而更愿意向规模大的企业提供贷款，导致规模越大的企业现金持有比例越高，即存在现金持有行为的规模不经济。**

由于贷款主要和抵押品有关，而不是企业的投资机会，这就导致了流动性错配。成长性的中小企业有较多的投资机会，需要现金，但是因为规模原因往往难以获得贷款。而缺乏投资机会的成熟大型企业和大型国有公司却可以获得很多贷款，从而持有高额现金。在这个流动性错配的环境下，金融就和实体经济脱离了。实际上，大企业往往承担了“二传手”的职能，在获得了资金之后，利用委托贷款或者专项理财计划发放信托贷款等模式，将资金再贷给中小企业使用，自己获得利差。因此，**贷款规模管制等数量型管制导致了流动性错配，企业持有的现金水平与投资机会无关，金融与实体经济脱节。**

三、未来货币政策调整方向

（一）从数量型货币政策向价格型货币政策调整

目前，我国货币政策调控面临的主要问题在于货币内生条件下，数量调控手段的逐步失效。在金融创新导致货币内生渠道日益增多的情况下，货币政策转向价格调控，通过资金成本对于经济社会中的投资进行调节，进而抑制通胀和货币增长是货币政策调控框架改革的根本之道。综合看来，我国货币政策调控框架改革主要包括几个方面：存贷款利率市场化、建立政策利率及相应的利率调控框架、淡化贷款规模指导以及发展金融市场以完善市场利率期限结构传导等多个方面。

1. 存贷款利率市场化

结合前面给出的我国利率市场化进程可以看出，中央银行在其中发挥了主导性的作用，逐步放开以及配套设施的建设都是由其逐步推动完成的。但同时需要看到的是，市场在利率市场化中的力量也不可小觑。近年来，随着我国金融市场的深度不断增强，金融主体对于金融资源的需求不断提高，存贷款产品的一支独大局正在不断改变，逐步出现了贷款债券化、存款理财化的发展趋势。目前，我国的贷款利率管制已全面放开，银行资产方价格已基本全部实现市场化定价。而对于银行负债类产品方面，理财对于存款的替代性不断增强。据银行业内部人士估计，目前理财对应的资产池余额大约占到了存款余额的十分之一，而且在不断扩大，理财产品所提供的某种程度上“无风险高收益产品”正在吸引大量的企业、居民将存款转至表外，这一点在大中城市尤为明显。所以，从一定意义上说，利率市场化的发展也受到了市场力量的“倒逼”。

利率市场化的下一步将是放开存款利率管制，而这一点将在更为复杂的金融环境下完成。从国际经验来看，由于存款利率的涉及面更广、市场化的风险更高，各国一般在其放开方面会更为慎重。美国、日本、韩国等国的利率市场化经验表明，存款利率放开以后一般会伴随存款利率绝对水平的升高，商业银行之间可能出现的恶性竞争有可能会影响一国的金融稳定。例如，Gilbert（1986）研究了Q条例对于美国经济金融发展的负面影响，并详细论述了Q条例废除的整个过程。Curry等（2000）讨论了美国废除Q条例以后储贷机构大规模破产的原因，对利率市场化与金融机构风险增长之间的联系进行了研究。

正如前面所说，从我国已有的历史沿革来看，2004年以来，虽然我国实行的是基准存款利率上限管理，但由于竞争压力的存在，各商业银行实际执行的存款利率均为基准利率，

并未出现存款利率下浮的情形。2012年，我国提高了利率上限至1.1倍，但只是使得各商业银行提高了存款成本，基本上没有达到存款区别定价的目的。最后，从我国目前的对比来看，一年期以内的理财产品收益率基本在4%-5%之间，而一年期存款基准利率仅为3.5%，贸然放开存款利率后利率大幅上升的风险较大，而逐步提高存款利率上限也只会“一浮到顶”，并不能达到区别定价的目的。

推动存款利率市场化相对可行的路径，是通过发展存款替代类金融产品逐步扩大市场化定价产品的覆盖面，进而逐步推动存款的市场化定价。从国际经验来看，美国、日本等都是通过逐步发展大额存单(CD)等产品来逐步推动存款的市场化定价的。从国内市场情况来看，商业银行的理财业务本身就是对存款利率市场化的一种从下向上的尝试。不管是2012年初获得密切关注的中国银行的表内结构型存款，还是一般的浮动收益类理财产品，实际上均对一般性存款构成了一定的替代，与美国70年代出现的货币市场基金相同，是市场推动政府进行利率市场化的自发过程。对于政府来说，与其等待市场挤压，不如把握存款利率市场化的主动权，加快推出CD等存款替代类产品入手，逐步推动存款利率的市场化。

2. 政策利率与利率调控框架的建立

随着贷款利率管制的全面放开，存款利率管制也在不断松动，我国的存贷款利率市场化已经进入了一个快速推动时期。随着利率市场化的稳步推进和货币政策调控框架转型，随之而来的一个问题就是中央银行采取何种价格手段来调节社会融资成本。关于中央银行利率调控框架建设这一问题，目前国内相应的学术研究还不充分，有待进一步研究补充。本文认为，货币政策利率调控框架的设计是整个社会资金成本的起点，其建立健全主要涉及以下方面的问题：

第一，不再盯住货币政策数量调控目标，取消贷款规模指导手段。从本质上说，由于货币的内生性质，货币数量本身内生于经济增长，而基础货币的供给也不取决于中央银行的控制。从实践情况来看，一方面我国的货币数量调控目标很难实现；另一方面，在表外贷款规模增长迅速的情况下，贷款规模指导在货币信贷调控中的有效性值得商榷。与其被动地跟随市场创新围追堵截，不如放弃数量目标，转而盯住资金价格，也有利于我国利率传导渠道的完善，进而对投资这一通货膨胀根本原因进行调控。

第二，尽快建立我国的政策利率，即选择何种利率来作为中央银行调控的目标利率，比如美国的联邦基金目标利率(Fed Rate Target)或者欧央行的主要再融资利率(Main refinancing operations rate)，一般而言政策利率的期限以隔夜品种为主，以体现整个社会最基本的融资成本，目前可供选择的利率包括隔夜Shibor、隔夜回购利率等。虽然目前Shibor作为一种报价利率，受到了Libor丑闻的拖累，被认为可能存在一定的操纵行为，但综合看来，一方面短期限Shibor的实际市场交易基础雄厚，能够保证其报价的真实性；另一方面，由于回购抵押品的日趋多样性，回购利率的复杂程度远远高于拆借利率，并不适合作为中央银行盯住的目标利率。Shibor可能仍是目前较为理想的政策利率备选对象。

第三，建立相应的利率走廊机制。在建立政策利率的基础上，应该充分借鉴先进经验，建立政策利率的利率走廊，其上限为中央银行释放流动性的价格，下限为中央银行吸收流动性的价格，当政策利率达到利率走廊上限时，中央银行释放流动性直至政策利率回到利率走廊内，当政策利率达到利率走廊下限时，中央银行吸收流动性直至政策利率回到利率走廊内。目前可供选择的利率走廊上限包括央行的再贷款利率、再贴现利率等，可供选择的利率下限

包括超额准备金利率,当然央行也可以重起炉灶,重新设定利率走廊上下限。值得强调的是,所谓利率走廊或者存贷款便利性设施,是指只盯住目标,不管数量,即当目标利率接近利率走廊下限时,中央银行无限吸收资金;当目标利率接近利率走廊上限时,中央银行无限释放资金。在我国现行的中央银行利率体系中,只有超额准备金利率可认为是利率走廊下限,即可无限制吸收资金;中央银行再贷款利率,常备融资便利(SLF)等虽然都是中央银行对外借款的利率,但由于额度限制以及操作上的不透明性,很难被看作是利率走廊上限的近似替代。

第四,将公开市场操作转而盯住价格目标。公开市场操作的目的一方面在于定期投放基础货币,另一方面也在于盯住市场价格,使得政策利率在目标利率附近(利率走廊内)波动。需要指出的是,由于人民币升值预期的持续存在,外汇占款可能在一段时间内仍将是我国基础货币投放的主要渠道之一,那么公开市场操作的主要目的就在于调节流动性的边际余缺,以保证价格在合理区间内波动。

3. 完善市场利率期限结构传导

完善利率期限结构传导意味着中央银行的货币政策需要从货币市场传导至债券市场、存贷款利率市场,进而达到对投资和产出的引导,而这需要一个合理、有效的利率期限结构。本报告认为,目前央行主要关注数量性目标,注重对于流动性的回收和控制,对于价格性目标,包括货币市场和债券市场的利率关注不足。下一步,第一是要继续提高金融市场的深度和广度。只有足够大的市场交易规模和充分的市场流动性,才能使得各个市场之间的套利机会成为现实,进而抹平各个市场之间的价格差异。

第二,是要通过制度设计,加大各市场利率之间的联系,提高各品种、各期限利率走势之间的一致性。逐步形成货币政策引导货币市场基准利率,货币市场基准利率影响其他市场利率的合理格局,夯实利率调控的市场基础。在需要指出的是,关于市场基准利率的选择问题,究竟是 Shibor 还是七天回购定盘利率更能反映货币市场的流动性状况,Shibor 还是刚刚推出不久的基准利率(Prime Rate)更能作为贷款的定价基准,都是市场自发选择的结果,政策设计上应适当引导,顺势而为。

第三,从根本上来说,利率传导渠道的顺畅主要依赖于中央银行与市场之间的有效互动。随着我国的货币政策调控框架逐步转型以及利率调控模式的逐步清晰化,各种市场利率对于货币政策的反应将日渐敏感,货币政策从货币市场到债券市场、存贷款市场的传导渠道将逐步通畅。建议加强中央银行与市场之间的沟通交流,将沟通交流作为货币政策的一个有机组成部分,提高货币政策操作的透明度和可信性,以便市场能够充分领会央行的货币政策调控意图,使得市场反应与央行调控形成合力,确保货币政策传导的有效性。

(二)、宏观审慎管理亟需提升

由于内生货币条件下信贷获得性是最为关键的机制,因此,在一般均衡角度调控信贷获得性的宏观审慎管理亟需提升。在货币内生的条件下,仅仅以利率手段控制信贷速度是不可行的。一般来说,通过利率的变化可以影响企业的融资成本,这就会改变企业的融资需求,从而影响融资速度。但是,由于这个过程通过银行风险承担渠道会导致商业银行信贷供给行为也发生变化,如果没有对这个行为的相应规制,就无法有效地控制信贷增速。

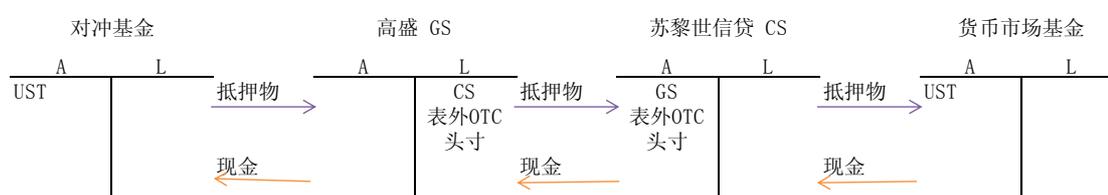
一般来说,宏观审慎管理的工具箱包括三类工具。第一种是资本金要求。这一点在目前的微观审慎管理框架,即巴塞尔协议中体现的较为明显。资本金要求对于金融稳定或者信贷

增速稳定有两个直接的影响。首先，拥有更多资本的银行可以在面临发生不良贷款的时候拥有更多的对冲资本，能够更为有效地抵御风险，从而保护存款等资产。其次，如果贷款要求的资本金准备比较高，那么银行会控制贷款增速，从而保证信贷不会大起大落。在直接影响之外，资本金要求还有一个间接影响。由于监管套利，当其他金融机构面临的资本仅要求较弱的时候，这会导致商业银行通过资产证券化的形式将贷款转移到其他金融机构。如果其他金融机构恰好需要这些资产，这就导致了资本仅要求反而增大了金融风险，而不是降低了。所以，资本仅要求的最终结果是模糊的，并不一定会降低信贷增速。

第二种宏观审慎监管工具是流动性管理。流动性管理分为两个方式：资产流动性管理和负债流动性管理。资产流动性管理要求商业银行持有一定量的流动性资产，从而可以在需要现金的时候不需要销售资产，导致资产价格大幅下降。负债的流动性管理指的是持有的短期融资与长期融资的比重。如果这个比重越大，那么金融系统就越不稳定。

第三类宏观审慎监管工具是抵押率。当前银行与非银行之间的联系很多通过重复抵押完成。抵押中介是利用证券贷款的方式进行的抵押品重复使用，其具体过程可以参见图 7。一般来说，这个流程开始于对冲基金之类的策略型投资者，通过抵押物的反复使用，最终销售给货币市场基金。在这个过程中，抵押品存在着抵押率。例如，价值 100 元的债券在抵押的时候只能计算 95 元，剩余 5 元就是抵押率。这个部分存在的原因是防止借款方的道德风险。在宏观审慎管理中，可以通过调高抵押率的方式降低抵押借款者的借款量，从而稳定金融系统。

图 7 重复抵押示意图



资料来源：Claessens, Pozsar, Ratnovski, and Singh (2012)

当前在我国的宏观审慎管理框架中，资本管理实施的比较充分。在银监会发布了相关的管理办法后，资产流动性管理也比较明确。但是，我国当前的负债流动性管理思路是与我国实际上存在的货币内生问题矛盾的。我国当前主要采取的办法是贷存比考核。这是一个典型的数量管制，为了规避这个管制，反而促进了影子银行业务和金融空转。因此，我们需要的负债流动性管理是按照资产期限，而不是按照资产类别。在抵押率方面，由于我国抵押品数量稀少，基本上可以 100%抵押。随着我国金融市场的发展，这个问题需要在未来引起注意。

四、货币政策执行的制度设计

在上述的货币政策框架设立以后，关键的问题就是如何来执行。本报告认为，当前的货币政策受到多主体的影响，因此，为了更好地适应利率市场化和人民币国际化的大趋势，需要尽快建立金融大部制，协调货币政策。在日常执行货币政策的时候，需要加强货币政策的透明性，防止认为干扰市场。

(一)、以人民银行牵头，加快金融大部制改革

宏观审慎管理采用了一般均衡的思路，以资本监管和流动性监管为主要手段，可以有效

防止目前微观审慎监管的不足，避免金融体系为约产生的信贷紧缩和火线销售问题。在当前引入了第三版巴塞尔协议的情况下，宏观审慎管理的建设正在加速。但是，在我国，宏观审慎管理需要注意的一个关键问题是谁来实施。**我们的建议是以中国人民银行牵头，构建金融大部制。**

首先，金融部际联席会无法承担宏观审慎监管职能。当前此次危机之后，美国和欧盟成立了一个专门的委员会来协调各个监管机构，保证各个监管机构能够从金融系统整体思考问题，而不是仅仅关注自身的问题，从而产生各种监管套利，激发了系统性风险。我国当前并没有明确宏观审慎监管由何方推动。当前存在的类似于美国和欧盟性质的金融部际联席会并没有明确起到这个职能。实际上，在我国，金融部际联席会很难发挥美国和欧盟中类似委员会的协调功能。这是因为在美国和欧盟，通过立法的形式保证了金融稳定委员会的权力，而在我国金融部际联席会没有这样的权力，就难以协调。

其次，当前我国的金融体系处在利率市场化和人民币国际化的大变革的背景下，如果不能让这两个变革与其他金融监管改革协调，容易引发金融危机。因此，我国必须由一个部门出面，统一实施金融变革和金融的宏观审慎监管。从这个角度，由于利率市场化和人民币国家化以人民银行牵头，就需要以中国人民银行为核心构建金融大部制，合并其他金融监管职能，完成宏观审慎监管，推进利率市场化和人民币国际化。

(二)、推进货币政策透明性

中国货币政策在当前的执行中需要的是规则和自动稳定器来增加执行中的透明性。当前货币政策一个问题是执行中不透明导致了出现巨大偏差。这在 2013 年表现的尤为突出。

2013 年 6 月份发生的“钱荒”事件清晰地反映了目前我国银行间市场的困局。2013 年 6 月，一向以流动性过度充裕著称的中国银行间市场出现少有的流动性急剧紧张现象。银行间同业往来利率大幅上升，大批金融机构四处借钱不得。隔夜 Shibor 于 6 月 20 日升至 13%，为有史以来的最高点，个别质押式回购交易的实际成交利率上升至创纪录的 30%。与此同时，与银行间货币市场联系相对紧密的债权市场、网下同业存款市场乃至理财市场也都出现了收益率大幅攀升的情形。这一系列连锁性反应被市场称之为“钱荒”。

六月份货币市场利率上升有诸多原因：包括光大、兴业同业资金延迟拨付导致的同业存款市场波动；财政加大征收力度导致税款延迟缴付以及月末金融机构冲存款导致跨月资金需求增加等。实际上，出现流动性不足的根本的原因在于外汇占款增速的下降。

市场利率大幅上升的直接原因在于银行间市场的储备资金不足，即高能货币不足。而商业银行获得储备货币的渠道有两个：商业银行之间的相互资金往来和中央银行的基础货币投放，其中前者仅为结构性的资金余缺调节，后者则是起实质性作用的总量调整。本次钱荒虽然有多方面的原因，但归根结底仍在于外汇占款增速的下降。众所周知，2003 年汇改以来，外汇占款一直是我国基础货币投放的主要渠道。2013 年 1 季度，外汇占款还以差不多每月近 3000 亿的规模投放流动性。但随着美联储退出 QE 的市场预期不断增强导致资金大量从新兴市场国家回流美国，以及外管局于 4 月份公布 20 号文要求各商业银行加强对外汇存贷比的考核，我国的外汇占款自 4 月份以来就开始出现增速明显下降的趋势，5 月份外汇占款出现净下降，6 月份也基本维持在零增长的水平。

这一情况加上准备金不动、公开市场也没有明显净投放，中央银行的基础货币供给实质上相当于断流，而另一方面贷款和存款仍在进一步增长，银行间市场出现储备资金不足的情

形就不足为奇了。

需要指出的是，银行间市场储备资金不足必然会导致利率上升，此时只要中央银行及时准确地投放流动性就可以解决。但在此次流动性不足的应对过程中，我国中央银行的数量型调控模式受到了巨大的挑战。6月中旬，针对市场上同业融资利率高企，中央银行并没有采取行动，通过释放流动性稳定市场信心。直至6月20日，市场翘首以盼的公开市场逆回购都并没有出现，取而代之的反而是继续发行央票的消息，市场紧张情绪进一步蔓延，市场利率大幅飙升。之后，央行发表题为《合理调节流动性 维护货币市场稳定》的声明，指出目前的流动性水平总体充裕，并要求各商业银行要严控信贷、加强同业业务防范，同时规范市场交易行为等。所幸的是，在发表声明的同时，央行最终还是通过各种方式向市场注入了流动性，待6月底过后货币市场基本恢复平静。

从事件发生过程中央行的一系列反应可以看出，第一，中国央行的货币政策调节思路仍然遵循的是外生货币思路，即通过调节银行间市场来控制银行信贷。从央行发表的声明可以看出，央行之所以在一定程度上默许银行间市场利率飙升，就是希望商业银行能够压缩信贷规模，合理控制信贷投放。但这一点很显然是失败了，中央银行最后还是顶不住市场的压力投放了基础货币。而且，从7月份的情况来看，扣除季节调整的因素，存款（M2）和贷款并未出现明显的下降趋势。所以，通过调节基础货币量来调节存贷款量应该说作用是不大的。而且，从目前整个金融体系创新的角度来看，社会融资规模中非贷款项的比重已经占到了二分之一强，即便中央银行能够有效控制信贷规模，对于整个社会的投资调节作用也是有限的。

第二，价格从来都不是央行在银行间市场进行调控所考虑的第一要素。在市场价格上升至20%以上的情况下，央行仍旧凭借对市场流动性的整体判断，认为银行间市场的储备总体是充足的。但问题在于，即便银行间市场的总量流动性是充足的，但也存在着行际之间分配的结构不平衡，而决定银行间市场价格的实际是边际的资金供求。换言之，价格的大幅上升必然反映了部分机构的流动性支付手段不足，那么央行此时就应该承担最后贷款人职责，为这些机构提供流动性，而非继续坚持关注整体的储备状况。

第三，中央银行货币政策调控缺乏有效的市场沟通机制。目前，我国央行虽然可以通过货币政策执行报告以及窗口指导等方式引导市场预期，但很多时候并没有选择及时向市场传达相关政策意图。在这种情况下，包括公开市场等货币政策工具的使用就被市场赋予了较多的信号作用。也使得某些极端情况下，市场对于央行的货币政策调控意图出现了误判，而市场在误判基础上的操作，可能又会导致央行进一步的错误操作。比如市场近期就认为，短期流动性调节工具（SLO）和常备信贷便利（SLF）承担了流动性调节的作用，而公开市场逆回购仅仅承担了价格信号作用。调节流动性的价格隐蔽，知道价格的不具有实质性作用，这无疑是不利于央行与市场之间的顺畅沟通的。二者之间相互博弈的最后结果就是导致银行体系出现一些不必要的波动。这种情况在2013年12月份再次上演。中央银行采用了相机抉择的SLO，其交易的隐蔽性使得市场不知所措，导致中央银行耗费了大量精力仅仅完成了少量的工作。这次事件直到通过公开市场业务注入资金才解决。实际上，如果最开始就通过公开方式注入资金，增加政策透明性，这些问题本来都是可以避免的。

五、结论与未来探索

本报告通过研究发现，当前我国货币政策设计的基本理念还是上个世纪80年代的货币

主义修正版本的凯恩斯主义。这个理论一个最大的问题是假设中央银行可以控制货币量，通过货币量可以影响总需求。通过理论和实证分析，我们发现，当前我国的货币供给根本不是中央银行能够控制的，而是一个内生于经济的变量。强行控制一个控制不了的变量，只会导致市场通过其他形式反抗，这就是我国当前影子银行业务盛行，金融空转的一个根本原因。因此，我国的货币政策必须正视货币内生性问题，将数量型调控政策转变为价格型调控体系。在这个进程中，由于我国需要完成利率市场化和人民币国际化，需要以人民银行牵头合并三会形成金融大部制，推进货币政策转型和宏观审慎管理升级。同时，提升央行的制度建设水平，提高政策透明度，将货币政策执行的权力装到制度的笼子里面。

本报告更多地是一个未来货币政策转型的大思路。里面还有很多具体细节需要未来进一步探讨。例如，在基准利率建设上，我们是选择上海银行间市场拆借利率还是回购利率还需要进一步权衡。在宏观审慎管理中，资产流动性和负债流动性的比例设计，具体工具安排等都需要进一步思考。

主要参考文献：

易纲：《中国改革开放三十年的利率市场化进程》，《金融研究》，2009年。

于泽：《我国M2顺周期性的原因分析》，《管理世界》2008年第12期。

戴根有主编，2005：《中国货币政策传导机制研究》，中国金融出版社。

Mishkin, 2010, *the Economics of Money, Banking and Financial Market*, 9th edition. Boston: Addison Wesley.